

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

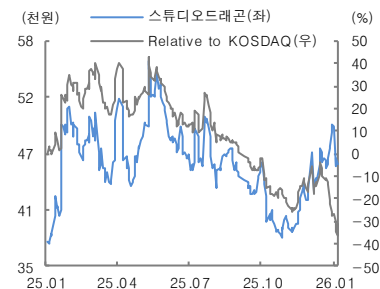
45,400

(26.02.05)

미디어업종

KOSDAQ	1108.41
시가총액	1,365십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 37,950원
120일 평균거래대금	53억원
외국인보유율	8.83%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	7.5	1.2	18.5
상대수익률	-7.9	-12.6	-27.1	-21.8



제작은 늘리고, 마진은 올리고

- 4Q25 매출 1.5천억원(+12% yoy), OP 185억원(+246% yoy)
- 작품 수 회복. 4Q 58회차(+12회 yoy), 25년 230회차(+12회 yoy)
- 성과도 입증. 연초 시청률 부진했으나, 하반기 회복. 26년 좋은 출발

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,407원에 PER 45배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 47배

4Q25 Review: 실적 회복의 확산을 심어 준 의미 있는 실적

4Q25 매출 1.5천억원(+12% yoy, +7% qoq), OP 185억원(+246% y, +77% q)
25년 매출 5.3천억원(-4% yoy), OP 304억원(-17% yoy), 순이익 103억원(-69%)
26E 매출 6.2천억원(+17% yoy), OP 563억원(+85% yoy), 순이익 394억원(+283%)

자회사 영업권 손상이 반영되면서 당기순이익은 낮게 형성

26년 작품 수 회복하면서 자회사 작품 활동 재개 전망. 영업권 추가 손상은 제한적

1) 작품 수 회복. 25년 작품은 당사 기준 21편(+2편 yoy), 회차수는 230회차(+12회차 yoy)로 회복(회사 기준 24년 18편, 25년 19편). 26년 25~30편 전망

2) 성과 입증. 드래곤 작품의 14년 이후 장기 평균 시청률은 6.3%. 1Q25는 3%로 낮게 시작했지만, 2Q 5.9%, 3Q 8.9%, 4Q 7.5%로 25년 평균 6.3%로 마감
1Q26 평균 시청률 6.7%로 좋은 출발

3) 새로운 시장 개척. 일반형 작품 3편 제작

〈내 남편과 결혼해줘〉, 〈하츠코이 도그즈〉, 〈소울메이트〉. 〈내 남편과 결혼해줘〉 일본 아마존 프라임 1위 달성. 규모는 작지만 글로벌 현지 제작의 성공 가능성

4) 새로운 시장 개척. 미국 현지 제작 추진. 미국 제작비는 한국의 10배 수준
현재 20여개 프로젝트 진행 중. 26년 중 1~3개 Series Order 전망

26년 편안한 외형 성장. 마진 개선도 기대

26년 작품 편수는 최소 25편(+4편 yoy). 〈100일의 거짓말〉, tving 〈유미의 세포들 3〉, 디즈니+ 〈골드랜드〉, NFLX 〈참교육〉, 〈천천히 강렬하게〉 등 TV와 OTT에 걸쳐서 다양한 대작들이 편성될 예정. 플랫폼도 다변화. 지상파향 4편, NFLX 오리지널 4편, 디즈니+ 오리지널 1편, 티빙 오리지널 4편 등

비용 효율화에 따른 마진 개선. OPM 3Q 7.7%(+8.7%p yoy), 4Q 12.7%(+8.6%p yoy). 25년 5.7%(-0.9%p), 26E 9.0%(+3.3%p), 27E 11.8%(+2.8%p)

동사가 18년에 판매한 〈나의 아저씨〉 판권을 기반으로 중국판 리메이크작 공개
한한령 해제의 시그널. 당사 추정 구작 70여편 약 350억원, 동시방영 2편 약 420억원 반영시 26년 OP는 1.3천억원 가능, PER은 13배 수준에 불과

(단위: 십억원 %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25				1Q26			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	137	171	146	11.7	6.9	158	122	-9.0	-16.6
영업이익	5	10	19	19	245.7	76.7	17	9	112.9	-50.8
순이익	11	9	13	3	-75.5	-69.0	12	7	197.8	155.7

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	531	623	670
영업이익	56	36	30	56	79
세전순이익	37	28	12	52	74
총당기순이익	30	33	10	39	57
지배지분순이익	30	33	10	39	57
EPS	1,001	1,114	342	1,312	1,880
PER	51.5	38.6	124.8	32.6	22.7
BPS	23,546	24,606	24,949	26,261	28,141
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE	4.4	4.6	1.4	5.1	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

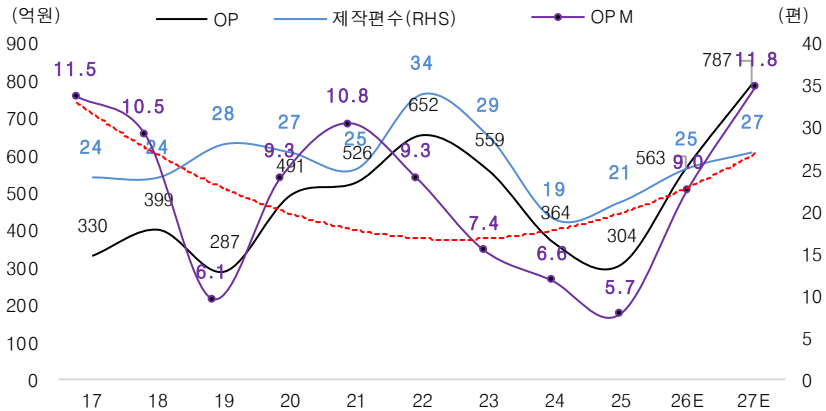
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	556	635	531	623	-4.5	-1.9
판매비와 관리비	33	32	27	31	-18.6	-3.1
영업이익	30	55	30	56	0.0	1.8
영업이익률	5.5	8.7	5.7	9.0	0.3	0.3
영업외손익	-3	2	-19	-4	적자유지	적자조정
세전순이익	28	57	12	52	-58.3	-9.4
지배지분순이익	21	44	10	39	-50.1	-9.4
순이익률	3.7	6.9	1.9	6.3	-1.8	-0.5
EPS(지배지분순이익)	686	1,448	342	1,312	-50.1	-9.4

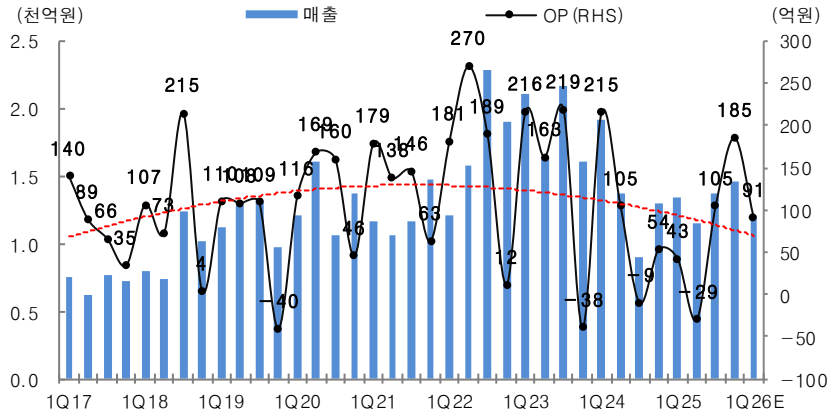
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 25~26년 제작 정상화 복귀하면서 이익도 개선 전망. 작품당 이익 증가



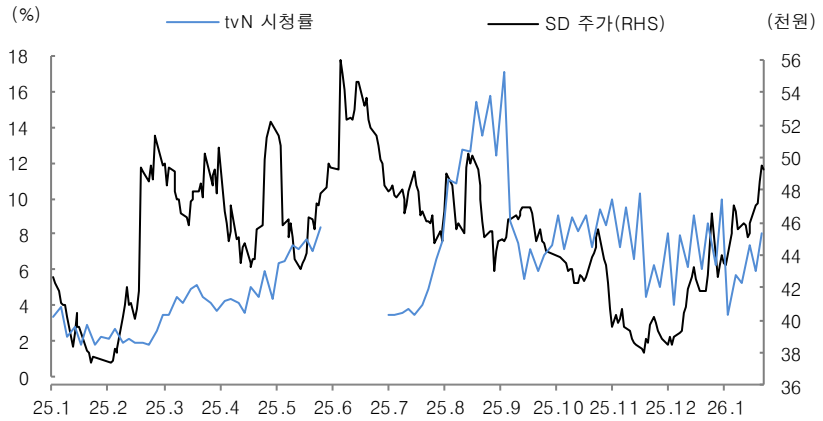
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 4Q OP 185 억원(+246% yoy), 1QE OP 91 억원(+113% yoy)



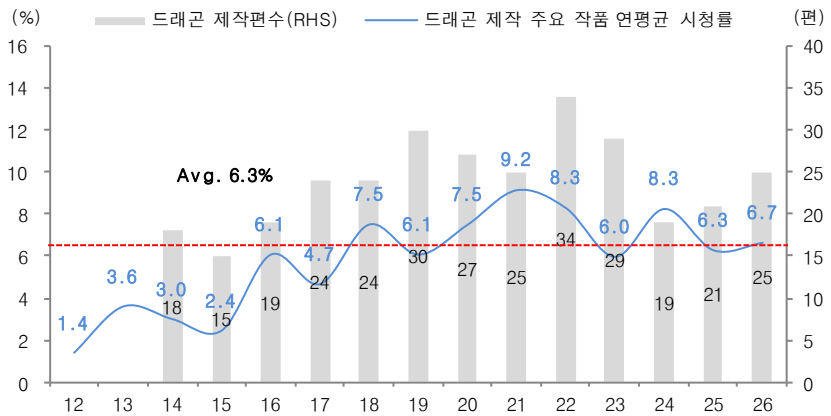
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 25년초 부진을 딛고 시청률 상승. 주가는 성과를 조금씩 반영하는 중



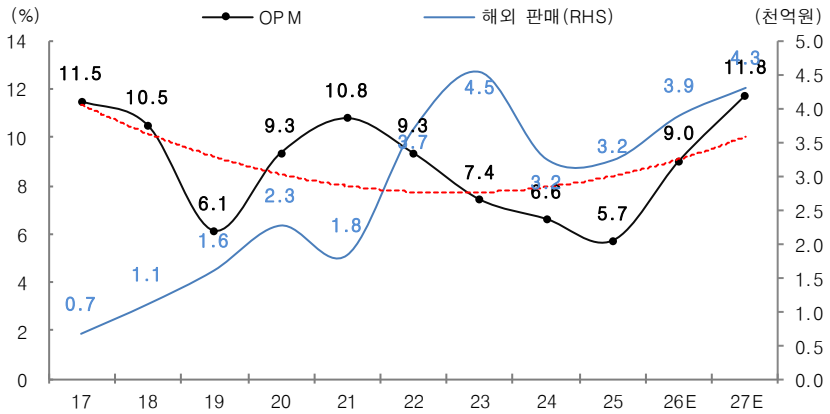
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 4. 연평균 시청률. 연초 2%대에서 6%대로 회복. 26년은 7%대로 좋은 출발



자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 5. 26~27년 10%대 OPM 달성하면서 배당 시작 전망



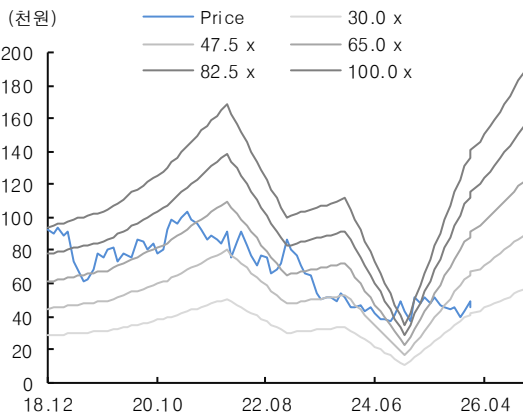
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 1Q26 방영 예정 작품. <언더커버 미쓰홍>, <우주를 즐겨>, <스프링 피버>, <세이렌>, <대한민국에서 건물주 되는 법> 등



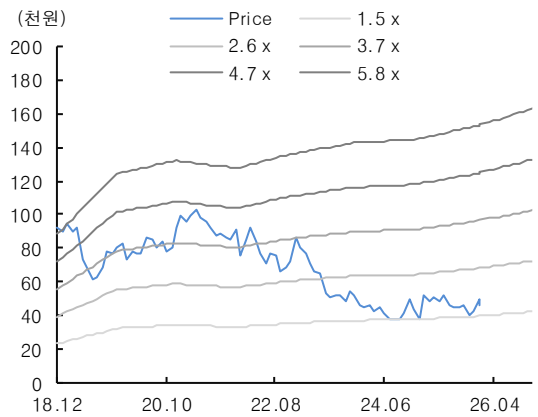
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	10	39	57	63	72	82	93	106	121	138
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	750	789	846	897	955	1,014	1,082	1,160	1,249	1,351
추정ROE	1.4	5.1	6.9	7.0	7.5	8.0	8.6	9.1	9.7	10.2
III 필요수익률 ^(주3)	5.2									
무위험이자율 ^(주4)	2.8									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.6									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-3.8	0.0	1.7	1.9	2.3	2.9	3.4	4.0	4.5	5.0
V 필요수익	38	39	41	44	46	49	52	56	60	65
VI 잔여이익(-V)	-28	0	16	19	25	32	41	50	61	73
현가계수	1.00	0.95	0.90	0.86	0.82	0.78	0.74	0.70	0.67	0.64
잔여이익의 현가	-28	0	14	17	21	25	30	35	41	47
VII 잔여이익의 합계	202									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	9899									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	740									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,840									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	61,225									
현재가치(원)	45,400									
Potential (%)	34.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

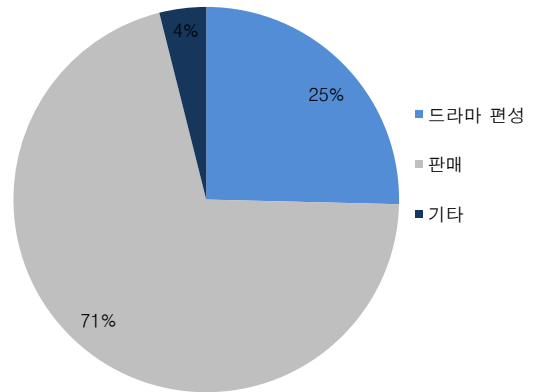
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 25년 매출 5,307억원 영업이익 364억원 당기순이익 103억원
- 4Q25 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 25%, 판매 71%, 기타 4%
- 4Q25 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고 Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 상장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

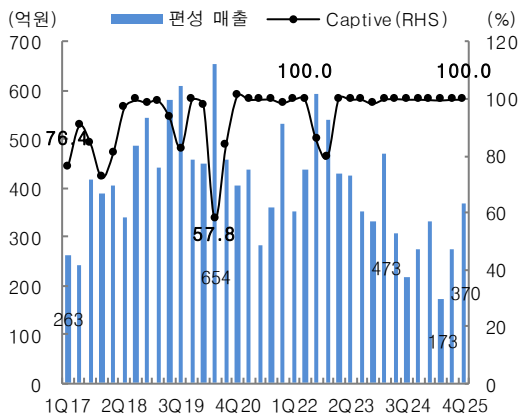
사업부문별 매출 비중(4Q25)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

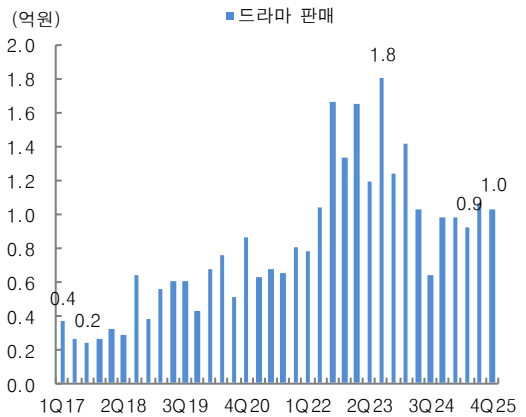
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q25)



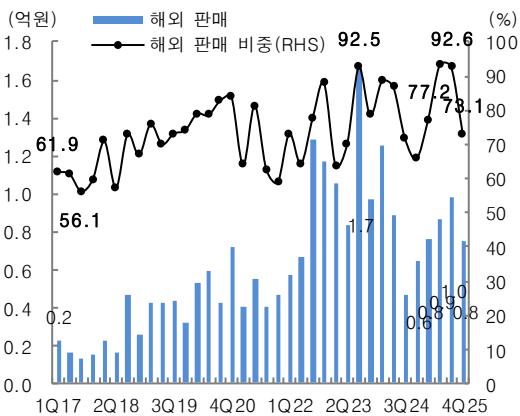
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(4Q25)



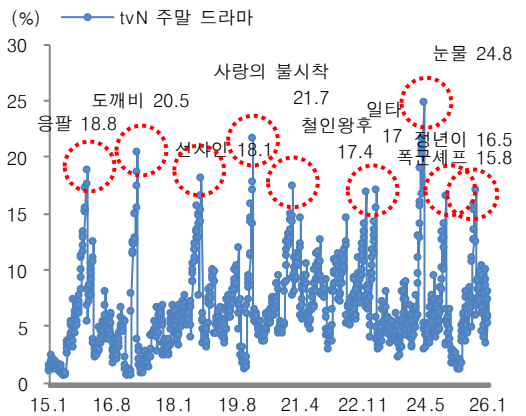
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(4Q25)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	531	623	670
매출원가	665	482	474	535	559
매출총이익	88	68	57	88	111
판매비와관리비	32	32	27	31	32
영업이익	56	36	30	56	79
영업외수익	7.4	6.6	5.7	9.0	11.7
EBITDA	242	183	168	192	214
영업외손익	-19	-8	-19	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	7	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-6	-6	-5
외환관련손실	7	2	0	0	0
기타	-16	-20	-20	-5	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	12	52	74
법인세비용	-7	5	-1	-12	-18
계속사업순이익	30	33	10	39	57
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	10	39	57
당기순이익	4.0	6.1	1.9	6.3	8.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	10	39	57
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄손익	47	32	8	38	55
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	8	38	55

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	342	1,312	1,880
PER	51.5	38.6	124.8	32.6	22.7
BPS	23,546	24,606	24,949	26,261	28,141
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	8,050	6,089	5,580	6,392	7,128
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.0	5.9	5.2
SPS	25,056	18,300	17,656	20,716	22,273
PSR	2.1	2.4	2.6	2.2	2.0
CFPS	8,185	6,394	5,710	7,001	7,737
DPS	0	0	0	0	400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	7.9	-27.0	-3.5	17.3	7.5
영업이익 증/감	-14.3	-34.9	-16.7	85.6	39.6
순이익 증/감	-40.5	11.3	-69.3	283.2	43.3
수익성					
ROIC	9.3	11.1	8.8	13.6	18.0
ROA	5.1	3.6	3.3	5.9	7.8
ROE	4.4	4.6	1.4	5.1	6.9
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.3	24.2	22.6
순차입금비율	2.9	-23.3	-26.4	-28.6	-30.6
이자보상비율	6.4	7.8	6.5	12.5	18.1

자료: 스튜디오투모과, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	415	460	502
현금및현금성자산	158	178	203	231	264
매출채권 및 기타채권	149	101	98	114	123
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	525	520	535
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자지급	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	940	980	1,037
유동부채	368	169	134	135	135
매입채무 및 기타채무	71	46	46	47	47
차입금	170	2	2	2	2
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	86	86	86
비유동부채	16	16	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	56	56	56
부채총계	384	186	190	191	191
자본부분	708	740	750	789	846
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	285	325	381
기타보전비용	-23	-24	-24	-24	-24
비재계부분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	750	789	846
순차입금	20	-173	-198	-226	-259

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	177	195	290
당기순이익	30	33	10	39	57
비현금항목의기감	216	159	161	171	176
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	24	35	40
자산부채의증감	-179	4	6	-3	75
기타현금흐름	-22	-16	-1	-12	-18
투자활동 현금흐름	-1	10	-107	-127	-147
투자자산	-1	7	0	0	0
유형자산	-3	-1	-1	-1	-1
기타	3	3	-105	-125	-145
재무활동 현금흐름	-9	-175	-6	-6	-6
단기차입금	0	-169	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의증감	35	20	25	28	33
기초 현금	124	158	178	203	231
기말 현금	158	178	203	231	264
NOPLAT	45	43	27	43	60
FCF	229	188	53	47	44

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.02.06	25.12.20	25.06.20	24.12.20	24.08.08	24.07.09
투자이견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	55,000	69,000
과다율(평균%)		(29.41)	(30.22)	(28.63)	(26.98)	(43.96)
과다율(최대/최소%)		(22.66)	(16.09)	(12.50)	(10.18)	(39.64)

제시일자	24.03.07
투자이견	Buy
목표주가	78,000
과다율(평균%)	(44.69)
과다율(최대/최소%)	(40.19)

제시일자	24.03.07
투자이견	Buy
목표주가	78,000
과다율(평균%)	(44.69)
과다율(최대/최소%)	(40.19)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260203)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상